



اختيار بناء على النتائج في سنة التحديات

قد لا يكون القطاع مغرباً في سوق يرتفع لمستويات أعلى واقترب بتطبيق الانتظام للمؤشر. نوضح في هذا التقرير اختيارتنا من شركات الرعاية الصحية على أساس مجموع العلامات التي تحصل عليها كل شركة (انظر الجدول أدناه). بعد تراجع التقييم في الأشهر الأخيرة، تراجع متوسط مكرر قيمة القطاع إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء إلى أقل من متوسط المكرر في الأسواق الناشئة - ربما يكون مبرراً. حددنا الأسهم المتقدمة في القطاع: ترتفع من التوصية إلى "شراء" للموازنة ورعاية ونخفض للسوق الأوسط للرعاية الصحية إلى "بيع".

شركة الموسعة للخدمات الطبية (الرمز: ٤٠٠٢، آخر إغلاق: ٧٩,١٠)

حصلت الموسادة على مجموعة علامات جيد من حيث نمو الإيرادات وانخفاض الدين ومتطلبات تمويل ضمن الممكن. نعتقد أن السهم عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمقدار ١٥,٢ مرة يشكل فرصة للدخول. هي الشركة الأكبر من حيث القيمة السوقية في القطاع (٧,٩ مليار رس.) والأعلى من حيث المساهمين المؤسسين، مما يعني احتمال أن يستفيد السهم في حالة إعادة التقييم في السوق. نرفع من توصيتنا للسهم إلى "شراء" ونستمر بالسعر المستهدف للسهم عند ٨٥ رس. ب.

شركة دله للخدمات الصحية القابضة (الرمز: ٤٠٠٤، آخر إغلاق: ٦٠,٨٠)

ارتفاع المحتمل في السعر إلى السعر المستهدف يقارب ٢١٪، مما يعني احتمال المبالغة في بيع اسهم هذه الشركة. بعد التعاقد مع شركات التأمين في الرابع الرابع، ٢٠١٨، تتوقع أعداد أكبر من المرضى في مستشفى نمار (كانت تستقبل المرضى بالدفع النقدي فقط سابقاً). يدعمها أيضاً انخفاض الدم، لكن سهم دله الصحية هو الأعلى تقييمياً في القطاع عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ بحدود ١٧,٥ مرة. الحافظ الأكبر لارتفاع السهم سيكون نمو الإيرادات مع توقعات بانخفاض الخسائر من مستشفى فقيه في العام ٢٠١٩. زيادة رأس المال المعلن يرفع عدد الأسهم إلى ٧٥ بدلاً من ٥٩ مليون سهم - يمكن أن يتجاوز المستثمرين الأفراد مع هذه الزيادة ببابلوجية. نستمر في التوصية "احتفاظ" بسعر مستهدف ٨٠.٠٠. للسهم.

الشركة الوطنية للرعاية الطبية (الرمز: ٤٠٥، آخر إغلاق: ٤٨,٤٠)

نرفع من توصيتنا لـ **سهم رعاية إلى "شراء"** بـ ٥٦.٥ ر.س. بـ ٤٥ ر.س. السيناريـو هو الشراء بـ ٥٦.٥ ر.س. بـ ٤٥ ر.س. نتوقع تغير في الإيرادات، لكن مع انخفاض الإنفاق الرأسمالي واحتياجات التمويل، نرى فرصة لتحسين الهوامش وتقييم جاذب للـ **سهم رعاية إلى "شراء"** قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ١٢,٤ مرة. نرى احتمال إن تقوم الشركة بـ زيادة توزيعات الأرباح.

شركة الحمادي للتنمية والاستثمار (الرمز: ٤٠٠٧، آخر إغلاق: ٢٥,٢٠)

مع عدم وجود خطط توسيعة جديدة، سيكون التركيز على تعظيم أداء مستشفيات النزهة والسوسيدي. تتوقع حدوث اعتدال في تكلفة الموظفين اعتباراً من الربع الثاني ٢٠١٩ وتحسين الربيبة. يستمر خطر ارتفاع الذمم، الأمر الذي يفرض الحذر. تتوقع أن تدعم عمليات الاستحواذ التكميلية نمو الإيرادات. يستمر في التوصية "شراء" بسعر مستهدف ٣٤ ر.س. للسهم.

شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية: (الرمز: ٤٠٠٩، آخر إغلاق: ٣٣,٠٥)

يبدو تقدير الشرق الأوسط جاذباً عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ بمقدار ١٢,٩ مرة، لكننا نرى خطر محتمل من تباطؤ نمو الإيرادات وأرباح مخيبة للتوقعات واتساع التعرض للذمم وزيادة الحاجة للتمويل وأخيراً أعلى رفع مالي في القطاع (عند معدل صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ٣,٩ مرة). لا تتوقع استمرار عائد توزيع الربح إلى السعر بحدود ٦/٦ - تتوقع تراجع في ٢٠١٩. يشير السعر المستهدف للسهم البالغ ٤٦ رس. إلى ارتفاعه بنسبة ٣٨% - الأهم مناسبة لمستثمرين على المدى الطويل والقادرين على تحمل المخاطر من تقلبات صافي الربح على المدى القريب. تخفيف التوصية إلى "بيع".

جدول 1: النتائج لفترة 9 شهور

ممتاز	جيد	محايد	ضعيف	قليل
٢	١	٠	-١	-٢
المستشفى السعودي الألماني	الحمداني	رعاية	دله	المواساة
٢-	١	٢	٢-	٢-
١-	٢	-١-	٠	٢
١	-٢-	٢	٢	-٢-
٢-	٢	٠	-١-	١
١-	-١-	١	٠	١
٢-	-٢-	-٢-	٢	٢
٢-	٢	٢	-١-	-١-
٢-	-١-	٢	-١-	٢
.	١	٠	٠	٠
١	١	٢	-١-	١
١٠-	٣	٨	-٢-	٤
				احمال
				الإيرادات (مليون ر.س.)
				تحمل تكاليف الطاقة الاستيعابية الجديدة
				نمو الإيرادات
				حماية هامش EBITDA
				مفاجأة صافي الربح
				مفاجأة توزيع الأرباح
				مخاطر المستحقات
				متطلبات التمويل
				مستويات القروض
				لاندماج والاستحواذ الحتمي
				تقييم (مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA)

العدد: السادس، الفرنس، كابيتال

الحمد لله



الترتيب النسبي

في هذه المذكرة التي تم تحريرها، تتبع منهاج الترتيب النسبي بناءً على النتائج لتحديد أفضل أداء لشركات الرعاية الصحية في المملكة العربية السعودية خلال العام ٢٠١٩. نعتقد أنه لا يوجد أي من هذه الشركات مرشحة للإدراج ضمن مؤشر مورغان ستانلي للأسوق الناشئة، لذلك من غير المرجح الاستفادة من حركة المؤشر. على هذا النحو، في حين أن مكررات السوق قد تصل إلى مستوى مرتفع تاريخياً، يمكن أن تكون شركات الرعاية الصحية غير جاذبة. نعتقد أن المنهج المبني على النتائج يجذب المستثمرين الحرثيين على التعرض لشركات الرعاية الصحية، بغض النظر عن الإدراج في المؤشر. تقييم شركات الرعاية الصحية الخامسة في المملكة العربية السعودية ضمن تغطيتنا وفق المعايير التالية.

عبدة تكاليف الطاقة الاستيعابية الجديدة

يعتبر التأثير الضعيف لارتفاع الطاقة الاستيعابية الجديدة أحد الدروس الصعبة التي تم تعلمها في العام ٢٠١٨. كانت التكاليف (الموظفين، التمويل، الاستهلاك) أعلى من الإيرادات مما سبب في الضغط على صافي الربح. تاريخياً، الطلب على الطاقة الاستيعابية الجديدة كان قوياً، مما أدى إلى ارتفاع عمليات التشغيل والربحية (من ٤٤٪ إلى ٣٠٪). في الوقت الحالي، أدى انكماش عدد السكان والارتفاع الكبير في الطاقة الاستيعابية إلى تمديد الفترة الزمنية لنقطة التعادل. بناءً على هذا القياس، ننظر بشكل إيجابي لرعاية والحمداء نتيجة وجود خطط محددة لتطوير المشاريع الجديدة في المستقبل القريب. من جانب آخر، تخطط كل من المواساة ودله والشرق الأوسط لتشغيل موقع جديد حتى العام ٢٠٢٠.

يزيد الوقت المستغرق
للوصول إلى نقطة التعادل
بسبب التوسعات الجديدة.

نمو الإيرادات

توقع نمو إيرادات القطاع بمعدل سنوي مركب ٧٪ خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢٠، بقيادة الحمادي والمواساة. نعتقد أن الحمادي ستستفيد من ارتفاع مبيعات الأدوية (بما في ذلك إمداد اللقاحات لوزارة الصحة بمبلغ ٢٠ مليون ر.س.). ومن ارتفاع الطاقة الاستيعابية في مستشفى النزهة. في نفس الوقت، يستمر ارتفاع مبيعات المواساة بشكل كبير منذ العام ٢٠١٥، لكن من المتوقع أن يبدأ الانتعال بعد افتتاح مستشفى الشرق الأوسط في الدمام بطاقة استيعابية ١٥٠ سرير. في رأينا، ستكون رعاية مثيرة للاهتمام حيث من المتوقع أن تبلغ الإيرادات ما يقارب ٨٠٠ مليون ر.س. - لا يوجد تحول كبير في توقعات مزيج العملاء على الرغم من احتمال أن يؤدي ارتفاع التأمين مساهمة المرضى غير المقيمين في المستشفى إلى مقاومة إيجابية.

	الإيرادات (مليون ر.س.)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	معدل سنوي مركب ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	١,٥٠٧	١,٧٤١	١,٩٥٧	٢,١٩٧	٢,١٩٧	٪١٢
دله	١,٢١٢	١,١٨٠	١,٢٢٦	١,٢٦٦	١,٢٦٦	٪٤
رعاية	٨٥٣	٨٠٠	٨٠٥	٨١٠	٨١٠	٪١
الحمداء	٧٠٩	٨٩٠	١,٠٣٥	١,١٣٧	١,١٣٧	٪١٣
المستشفى السعودي الألماني	١,٦٢٩	١,٤٦١	١,٤٩٢	١,٥٤٩	١,٥٤٩	٪٣
إجمالي	٥,٩١٠	٦,٠٧٢	٦,٥١٤	٦,٩٥٩	٦,٩٥٩	٪٧
متوسط إيراد التنوي لكل سرير	٠,٧٢٣	٠,٨٣٤	٠,٨٣٩	٠,٨٥٩	٠,٨٥٩	٪١

المصدر: تقارير الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

حماية هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء

نتوقع أن يكون انخفاض المعدل الوسطي لهامش الربح بمقدار ٢٤ نقطة أساس في الفترة ما بين ٢٠١٨ و ٢٠٢٠ مع اعتبار المواساة الأكثر تعرضاً. على الرغم من توقعات تقلص هامش الربح بمقدار ١١٩ نقطة أساس (زيادة تكاليف الموظفين نتيجة تغيير موقع مستشفى الخبر والمدينة المنورة)، سوف تستمر المواساة في قيادة هامش القطاع. في حالة دله، يستمر وجود خطر من تخفيض الأسعار في مستشفى نمار. ومن وجهة نظرنا، ستكون رعاية قصة التحول حيث يمكن أن يستفيد الهامش من تأثير شركة المركز الطبي الجديد (استراتيجية التسعير، تخفيض عدد الموظفين). فيما يتعلق بهامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء، نعتقد أن ارتفاع رسوم العمالة الوافدة سيكون له تأثير جوهري (ارتفاع من ٤٠٠ ر.س. إلى ٦٠٠ ر.س. لكل عاملة وافدة زائدة). في السابق، شاركت بعض شركات الرعاية الصحية في تحمل رسوم المعالين وهذا من المحتمل أن ينخفض نسبياً هذا العام - قد يؤدي ذلك إلى مغادرة المعالين أو تعديل العقود. بشكل عام، نستمر في النظر بحذر لتوقعات الهامش حيث قد تقوم شركات التأمين بالمزيد من مراجعة الفوائض.

المواساة تفرض هامش أعلى بالرغم من مخاطر الانكماش.



هامش إجمالي الربح	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	تغّير نقاط الأساس ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	%٤٧	%٤٨	%٤٨	%٤٨	١١٩-
دله	%٣٧	%٣٨	%٣٨	%٣٨	٩٨-
رعاية	%٢٤	%٢٤	%٢٣	%٢٣	٦٤
الحمادي	%٢٨	%٢٨	%٢٨	%٢٧	١٠-
المستشفى السعودي الألماني	%٤٧	%٣٦	%٣٦	%٣٦	٢٤-
المتوسط	%٤٦	%٣٦	%٣٤	%٣٦	٢٤-

هامش EBITDA	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	تغّير نقاط الأساس ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	%٣١	%٢٩	%٢٩	%٢٨	١٦٣-
دله	%٣٠	%٢٠	%٢٠	%٢١	٤٦
رعاية	%٢٠	%٢٢	%٢٢	%٢٣	٧٥
الحمادي	%٢٨	%٢٦	%٢٥	%٢٤	١٥٦-
المستشفى السعودي الألماني	%٢٢	%١٨	%١٧	%١٨	٢٧-
المتوسط	%٢٨	%٢٢	%٢٢	%٢٣	٢٧-

المصدر: تقارير الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

مفاجأة صافي الربح

بعد الصعوبات في العام ٢٠١٨، تتوقع فترة استقرار لدله والشرق الأوسط خلال العام ٢٠١٩، بيلها تعافي صافي الربح في العام ٢٠٢٠. تتوقع أن يرتفع صافي الربح الحمادي نتيجة انخفاض في التوظيف ابتداء من الربيع الثاني ٢٠١٩، ورؤية ذلك كاحتمال حدوث مفاجأة إيجابية. اعتقد السوق على صافي الربح الكبير للمواساة، وسيبحث عن نمو غير عادي يتجاوز خاتمة واحدة. نرى رعاية، بشكل ملحوظ، أقل احتمالاً لحدوث مفاجأة سلبية في صافي الربح - محايدين نسبياً في توقعات صافي الربح.

يمكن أن تقدم الحمادي مفاجأة إيجابية من حيث صافي الربح

صافي الربح (مليون رس.)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	معدل سنوي مركب ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	٣٥٦	٣٩٦	٤٢٥	٤٦١	%٨
دله	٢٩٥	١٦١	١٤٧	١٤٩	%٤-
رعاية	٩٣	٨٢	٨٢	٨٥	%٢
الحمادي	١٠٨	٩٣	١١٠	١٢٥	%١٦
المستشفى السعودي الألماني	٣٠٠	١٨١	١٤٩	١٦٢	%٦-
المجموع	١,١٥٢	٩١٣	٩١٣	٩٨٢	%٤

نحو صافي الربح (عن الربح المائلي من العام السابق)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	المواساة
دله	%٣١	%٤٥-	%٩-	%٧	%٩
رعاية	%٨٤	%١٢-	%١-	%١	%٤
الحمادي	%٤٨	%١٤-	%١٩	%١٣	%١٣
المستشفى السعودي الألماني	%١٧-	%٤٠-	%١٨-	%٨	%٨
المتوسط	%٣١	%١٤-	%١	%١	%٨

المصدر: تقارير الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

مفاجأة توزيع الأرباح

مع خطط توسيعة محدودة ومنح الأولوية للحفاظ على المرضى، نرى وجود فرصة لدى رعاية لزيادة توزيعات الأرباح مما يساعد بعض كبار المساهمين على استعادة بعض استثماراتهم. عدا ذلك، تتوقع استقرار توزيعات الأرباح في العام ٢٠١٩ باستثناء الشرق الأوسط للرعاية الصحية التي توزع فعلياً نسبة كبيرة من صافي الربح. نشير أيضاً إلى أن الشرق الأوسط للرعاية الصحية لديها أعلى عائد توزيع الربح إلى السعر عند ٦,١٪، وهو ما يحتمل أن لا يستمر.

خطر تحفيض توزيعات الأرباح لدى الشرق الأوسط للرعاية الصحية



توزيعات الأرباح (رس.)	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠	آخر إعلان توزيعات الأرباح انخفاض أو ارتفاع
المواصلة	٣,٠٠	٣,٠٠	٣,٠٠	٣,٥٠	ارتفاع
دله	٢,٥٠	١,٥٠	١,٥٠	١,٥٠	انخفاض
رعاية	١,٠٠	١,٠٠	١,٢٥	١,٥٠	ارتفاع
الحمداري	٠,٧٥	٠,٧٥	٠,٧٥	١,٠٠	انخفاض
المستشفى السعودي الألماني	٢,٠٠	٢,٠٠	٢,٠٠	٢,٠٠	لا تغيير

المستشفى السعودي الألماني	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠	معدل التوزيعات
المواصلة	٪٨٤	٪٧٦	٪٧١	٪٧٦	٢٠٢٠ متوقع
دله	٪٥٠	٪٥٥	٪٦٠	٪٥٩	٢٠١٩ متوقع
رعاية	٪٤٨	٪٥٥	٪٦٨	٪٧٩	٢٠١٨ متوقع
الحمداري	٪٨٣	٪٩٧	٪٨٢	٪٩٦	٢٠١٧ متوقع
المستشفى السعودي الألماني	٪٦١	٪٦١	٪١٢٣	٪١١٤	المتوسط

العنوان: شارع الشهيد كمال الشهيد، الفحص، كفرنجة

مخاطر الذهمة المدنية

نرى مخاطر ندم محدودة لدى المواساة ودلالة بالنظر إلى طبيعة مزيج العملاء لديهم. على النقيض من ذلك نرى أن الشرق الأوسط للرعاية الصحية والحمادي معروضتان بشكـاً واسعـاً احتمـاً، حيثـ فـجـوةـ فـيـ التـعـمـيـاـ، إذاـ استـيـمـ التـسـعـةـ فـيـ دـوـةـ الـقـدـ لـدـيـمـاـ، مـعـ اـقـنـاعـ تـكـافـةـ الـقـتـاضـ، بـمـكـانـ أـنـ تـعـرضـ الـأـيـاحـ الـأـلـ الضـغـطـ.

لدى الشرق الأوسط والحمداني مخاطر نجم مرتفعة

٢٠٢٠ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧	دورة تحويل النقد (بالأيام)
٦٥	٧٤	٦٨	١٩	المواساة
٨٢	٨٩	١٠٦	٥٩	دله
٢٢٣	٢٢٥	٢١٤	٢٠١	رعاية
٢٣٦	٢٢٧	٢١٣	١١٨	الحمداري
٢٧٨	٢٨٩	١٥١	١٣٣	المستشفى السعودي الألماني
٢٢٣	٢٢٥	١٥١	١١٨	المتوسط

المصدر: السعودي الفرنسي كابيتال

الحاجة إلى التمويل

إجمالاً، تتوقع زيادة المديونية في القطاع خلال العام ٢٠١٩ إلى ما يقارب ٣,٨ مليار ر.س؛ حيث الزيادة الأكبر ستكون لدى الشرق الأوسط للرعاية الصحية. نرى أن توسيع دورة النقد ستترفع من الحاجة للحصول على التمويل بوضوح. أيضاً، تكاليف التشغيل معرضة للارتفاع بسبب تكاليف الموظفين بعد بدء تشغيل مستشفى الدمام في العام ٢٠١٩. تتفق أن تكون الحاجة للحصول على التمويل محدودة وصولاً حتى العام ٢٠٢٠ بدعم من استقرار دفع المستحقات.

المواساة	دله	رعاية	الحمدادي	المستشفى السعودي الألماني	احمال
٨٤١	٨٤٨	٧١٣	٥٦٤		٢٠٢٠ متوقع
٧٨٠	٨٠٣	٧٧٨	٥٦٤		٢٠١٩ متوقع
١٦	١٤١	١٧٧	١٠٦		٢٠١٨ متوقع
٨٩٦	٩٦٩	٩٤٦	٦٩٠		٢٠١٧
١,٠٢٥	١,٠٠٣	٥٥٣	٣٠٤		إجمالي القروض (مليون رس.)
٣,٦٤٨	٣,٧٦٤	٣,١٦٧	٢,٢٢٧		

معدلات الـ فـعـ

نتوقع أن يرتفع صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء إلى ٢٠١٧ م.د من ٢٠١٦ م.د وذلك يعود جزئياً إلى انخفاض الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء لدى كل من الشرق الأوسط للرعاية الصحية ودله الصحيفة. بينما تحقق رعاية صافي تدفق نقدي إيجابي، تواجه الشرق الأوسط والحمداري رفع مالي أكبر في ٢٠١٩. نشير هنا إلى أن التوسعات المستقبلية ستعتمد على الاقتراض من البنوك لتمويلها بعد أن كانت تعتمد سابقاً على القروض الم bersyndicated من بنوك دولية.



صافي القروض إلى EBITDA	المواساة	دله	رعاية	الحامدري	المستشفى السعودي الألماني	المتوسط
٢٠٢٠ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧			
١,٠ مرّة	١,٢ مرّة	١,١ مرّة	٠,٧ مرّة			
٢,٦ مرّة	٢,٨ مرّة	٢,٩ مرّة	١,٣ مرّة			
٧,٧ مرّة	٣,٣ مرّة	٣,٣ مرّة	١,١ مرّة			
٢,٨ مرّة	٣,٠ مرّة	٣,٥ مرّة	٢,٦ مرّة			
٣,٥ مرّة	٣,٩ مرّة	١,٩ مرّة	٠,٥ مرّة			
٢,٦ مرّة	٢,٨ مرّة	١,٩ مرّة	٠,٧ مرّة			

احتمالات الاندماج والاستحواذ

بينما لا تستطيع إلغاء احتمالات حدوث استحواذات واندماجات مع استمرار تنافس العيادات الخاصة عبر تخفيض أسعارها، لكننا لا توقع أن ترى صفة كبيرة لأي من شركات الرعاية الصحية الخمس المدرجة خلال العام ٢٠١٩. أشارت الحمادي إلى اهتمامها بالاستحواذ المحدود في قطاع المستحضرات الدوائية بينما تبقى معرضة لأصول منخفضة التقييم نتيجة لاستمرار التسعيير المنخفض لدى المنافسين وارتفاع المصنوفات التشغيلية. أشارت شركة المركز الطبي الجديد لاهتمامها بالتوسيع إلى السوق السعودية ويمكن أن تكون مهتمة بالمشاركة في المشاريع الجديدة القادمة.

المركز الطبي الجديد تتواسع في السوق السعودي

تقييم (مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء)

أدى انخفاض سعر السهم على مستوى القطاع إلى مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمتوسط ١٤,٨ مرة بناء على تقديرات ٢٠١٩. يبقى السؤال، هل قام السوق بتخفيض تقييم القطاع بشكل دائم من النظرة لعودة فترة استقرار النمو بخانتين؟ نعتقد أن ثلاثة اتجاهات أساسية يمكن أن تغير نظرية السوق في هذا القطاع: التوسيع في التأمين الصحي الخاص والشخصية والاندماج في القطاع. تعتبر رعاية الأكثـر جاذـبة (١٢,٤ مرة) والشرق الأوسط (١٢,٩ مرة) لكن تبدو المواسـاة جاذـبة بشكل خاص عند ١٥,٢ مرة نتيجة التفـوق على متوسط التـوقعـات. يتم تداول سهم دله بأعلى من القيمة العادلة بمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ١٧,٥ مرة.

التقييم والتوصيات

الملحوظة المثيرة لاهتمام هو أن هامش ربح مزودي الرعاية الصحية في المملكة للعام ٢٠١٨ أصبحت قريبة من الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة بعد علاوة كبيرة في السابق. تحديداً، أصبح متوسط هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ٢٢٪ بالتوافق مع الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة. أيضاً، لدى شركة المركز الطبي الجديد (NMC)، شركة مزودة للرعاية الصحية في المنطقة ومدرجة في سوق لندن، هامش مشابه لتلك المحفظة في المملكة. يمكن أن تستهدف شركة المركز الطبي الجديد صافي ربح مشابه لذلك الذي تحقق شركة رعاية – مما يدل على تشغيل أمثل.

جدول ١: الهوامش

هامش صافي الربح				EBITDA			هامش إجمالي الربح			الشركة
٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	متوقع	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	متوقع	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧
%٦٥	%٦٥	%٦٢	%٦٢	%٦٨	%٦٨	%٦٨	%٦٧٨	%٦٧٨	%٦٧٠	فورتس هيلثكير المحدودة
%٦٣	%٦٣	%٦٣	%٦٣	%٦١	%٦٠	%٥٠	%٥٠	%٥٠	%٤٩	مستشفيات أبواب
%٦٢٠	%٦٢٠	%٦٢٢	%٦٢٢	%٦٢٩	%٦٢٠	%٦٢٩	%٦٣١	%٦٣٢	%٦٣٦	مجموعة فينتكس
%٦١٥	%٦١٥	%٦١٢	%٦١٢	%٦٢٣	%٦٢٤	%٦٢١	%٦٤٠	%٦٤١	%٦٤٠	المركز الطبي الجديد
%٦١١	%٦١١	%٦١	%٦١	%٦٢١	%٦٢١	%٦٢٥	%٥٧	%٥٠	%٤٩	نستكير
%٦٨	%٨	%٤	%٤	%٦٢٤	%٦٢٣	%٦٢٤	%٨١	%٠	%٤٩	ليف هيلثكير
%٦١٤	%٦١٣	%٦٤	%٦٤	%٦٢٣	%٦٢٣	%٦٢٦	%٦٣٤	%٦٣٤	%٦٢٣	دانجكوك دست
%٦٥	%٥	%٥	%٥	%٦١٣	%٦١٣	%٦١٢	%٦٣١	%٦٣١	%٦٣٠	مستشفى بومنغراود
%٦٨	%٧	%٩	%٩	%٦٢٢	%٦٢٢	%٦٢٦	%٦٦٢	%٦٦٢	%٦٧٣	كي بي جي هيلثكير
%٦١٢	%٦١٣	%٥	%٥	%٦٢٤	%٦٢٤	%٦٢٠	%٦٣٥	%٦٣٦	%٦٢٣	أبي إتش إتش هيلثكير
%٦٧	%٧	%٤	%٤	%٦١٣	%٦١٣	%٦١٦	%٦٢٧	%٦٢٧	%٦٢٦	هيلث مانجمنت انترناشونال
%٦٠	%٦١	%٩	%٩	%٦٢٢	%٦٢٢	%٦٢٣	%٦٤٢	%٦٣٨	%٦٤٠	متوسط الأسواق الناشئة
%٦٢٢	%٦٢٣	%٦٢٤	%٦٢٤	%٦٢٩	%٦٢٩	%٦٣١	%٦٤٨	%٦٤٨	%٦٤٧	المواسة
%٦١٢	%٦١٤	%٦٤	%٦٤	%٦٢٠	%٦٢٠	%٦٢٠	%٦٣٨	%٦٣٨	%٦٤٦	دله
%٦٠	%٦٠	%٦١	%٦١	%٦٢٢	%٦٢٢	%٦٢٠	%٦٢٤	%٦٢٣	%٦٢٣	رعاية
%٦١	%٦٠	%٥٥	%٥٥	%٦٢٥	%٦٢٦	%٦٢٨	%٦٢٨	%٦٢٨	%٦٢٧	الحمادي
%٦٠	%٦١	%٦٨	%٦٨	%٦١٧	%٦١٨	%٦٢٢	%٦٣٤	%٦٣٦	%٦٤٧	الشرق الأوسط
%٦١	%٦٢	%٦٨	%٦٨	%٦٢٢	%٦٢٢	%٦٢٨	%٦٣٤	%٦٣٦	%٦٤٦	متوسط السوة السعودية

الطبعة الأولى - ٢٠٠٣ - لـ: كارل هال

الحمد لله



قطاع الرعاية الصحية السعودي

تحديث العام ٢٠١٩

مع اتجاه معايير التقييم للشركات الرعاية الصحية في المملكة إلى قيم متوافقة مع الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة، وكذلك تتجه مكررات التقييم. بعد التراجع الذي استمر منذ الربع الثالث ٢٠١٨، فإن متوسط مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء للقطاع أقل من المتوسط في الأسواق الناشئة (١٤,٨٪) مرتين مقابل ١٥,٢٪). نرى احتمال إعادة تقييم محتملة في ٢٠١٩ بما يقلص الفجوة في التقييم مع الأسواق الناشئة.

جدول ٢: المقارنات

الشركة	الرمز	الدولة	القيمة السوقية (مليون رس.)	مكرر الربحية												مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA	مكرر السعر إلى المبيعات	مكرر القيمة الدفترية		
				٢٠١٩ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٧					
فورتس هيلثكير المحدودة	FORH IN	الهند	١,٤٩٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٣٢٧,٣	٣٤١,١	٣٠٨,٣	٣٠٢,٧	٣٢٧,٣	٣٢٠,٤	٣٠٤,٦	٣٠١,٥	٣١,٦	٣٠١,٨	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع		
مستشفى أبو بولو	APHS IN	الهند	٢,٤٦٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٥٩,٣	٢٤٨,١	٢٠٢,٢	٢٠٢,٢	٢٥٩,٣	٢٧٣,٤	٨٨١,١	٤٦٤,٦	٤٦٤,٩	٤٦٤,٩	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع		
مجموعة فينيكس	HK 1515	الصين	٨٣٤\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٤٩,٩	٢٤٨,٣	٢٠٧,٢	٢٠٧,٢	٢٤٩,٩	٢٤٣,٦	١٢٦,٣	١١٠,٩	١١٠,٩	١١٠,٩	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع		
المركز الطبي الجديد	NMC LN	المملكة المتحدة	٧,٩٤٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٦٣,٣	٢٦٣,٣	٢١٦,٢	٢١٦,٢	٢٦٣,٣	٤٢٠,٩	٢١٠,٠	٤٥٥,٥	٧,٤٥	٧,٤٥	٧,٤٥	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
نيتكير المحدودة	NTC SJ	جنوب أفريقيا	٢,٨٠٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	١٤٦,١	١٤٦,١	١٠٤,٥	١٠٤,٥	١٤٦,١	٢١١,٧	١٤٦,١	١٣٣,٣	٣٣,٤	٣٣,٤	٣٣,٤	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
ليف هيلثكير	LHC SJ	جنوب أفريقيا	٢,٧٩٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢١٧,٦	٢١٧,٦	١٠٠,٧	١٠٠,٧	٢١٧,٦	٣٠,٦	٢١٧,٦	٢٢,٥	٢,٢٣	٢,٢٣	٢,٢٣	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
دانجكوك دست	BDMS TB	تايلاند	١٢,١٢٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٣٥٣,٣	٣٥٣,٣	٢١٧,٦	٢١٧,٦	٣٥٣,٣	٣١,٧	٣١,٧	٥٥٥,١	٤,٥	٤,٥	٤,٥	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
مستشفى بومونغرا	BH TB	تايلاند	٤,٣٩٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٩٩,٦	٢٩٩,٦	٢٢٨,٦	٢٢٨,٦	٢٩٩,٦	٣٤,٩	٢٩٩,٦	٨٨٤,٦	٤,٦	٤,٦	٤,٦	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
كي بي هيلثكير	KPJ MK	مالزيا	١,٠٥٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٤٦,٣	٢٤٦,٣	١٢٥,٣	١٢٥,٣	٢٤٦,٣	٢٥,٧	٢٤٦,٣	٢٢,٣	٢,٢٣	٢,٢٣	٢,٢٣	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
أي إتش هيلثكير	IHH MK	مالزيا	١١,٩٨٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٤٦,٧	٤٦,٧	٢٠٧,٢	٢٠٧,٢	٤٦,٧	٥١,٨	٤٦,٧	٣٦,٢	٢,٠	٢,٠	٢,٠	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
هيلث مانجمنت إنترناشونال	HMI SP	سنغافورة	٣٤١\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٢٣,٣	٢٢٣,٣	١٢٦,٣	١٢٦,٣	٢٢٣,٣	٦٦,٣	٢٢٣,٣	٥٥٥,١	٤,٥	٤,٥	٤,٥	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
نوتر ديم إنترناشونال	BZ GNDI	البرازيل	٤,٤٤٠\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٣٧,٩	٣٧,٩	٢٦,٦	٢٦,٦	٣٧,٩	٤٨,٥	٣٧,٩	١١٠,٣	٦,٣	٦,٣	٦,٣	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
متوسط الأسواق الناشئة			٢,٧٩٥\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٣٣,٣	٣٣,٣	٢٠٢,٤	٢٠٢,٤	٣٣,٣	٣٣,٣	٣٣,٣	٣٣,٣	٣٣,٣	٣٣,٣	٣٣,٣	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع	
المواساة	MOUWASAT AB	السعودية	٢,١٠٩\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٢,٥	٢٢,٥	١٨,٤	١٨,٤	٢٢,٥	٢٢,٥	٢١,٣	١٥,٢	٥٣,٣	٣,٧	٣,٧	٣,٧	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع
دله	DALLAH AB	السعودية	٩٥٧\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٤,٥	٢٤,٥	١٨,٠	١٨,٠	٢٤,٥	١٢,٢	٢٤,٥	٣٠,٣	٢,١	٢,١	٢,١	٢,٠	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع
رعاية	CARE AB	السعودية	٥٧٩\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٦,٤	٢٦,٤	١٢,٦	١٢,٦	٢٦,٤	٢٢,٤	٢٦,٤	٢٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع
الحمداني	ALHAMMAD AB	السعودية	٨٠٦\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٧,٥	٢٧,٥	١٦,٧	١٦,٧	٢٧,٥	٢٨,٠	٢٧,٥	٣٢,٦	٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢,٢	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع
الشرق الأوسط	MEH AB	السعودية	٨١١\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٠,٤	٢٠,٤	١٣,٩	١٣,٩	٢٠,٤	١٠,١	٢٠,٤	٢١,١	٢,١	٢,١	٢,١	٢,٢	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع
متوسط السوق السعودي			٨١١\$	٤/٥	٤/٥	٤/٥	٢٤,٥	٢٤,٥	١٤,٨	١٤,٨	٢٤,٥	٢٢,٢	٢٢,٢	٣٠,٣	٢,١	٢,١	٢,٢	٢,٢	٢٠١٧	٢٠١٩ متوقع

المصدر: بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال

لقد طبقنا منهجه خصم التدفقات النقدية لتقدير قيمة الشركة مع استخدام مجاميع العلامات المصنفة وإصدار التوصيات. تتضمن أهم التغيرات رفع تصنيف المعايير ورعاية إلى “شراء” بدلاً من “احتفاظ”， واستمرار توصيتنا دون تغيير لكل من دله الصحّيحة “احتفاظ” و“شراء” للحمداني، بينما خفضنا من التوصية للشرق الأوسط للرعاية الصحية إلى “بيع” بالرغم من التقييم الجاذب، حيث نعتقد أن العلامات التي حصلت عليها في التقييم أقل من بقية الشركات - في دلالة إلى أن انخفاض التقييم يعتبر مبرراً. لاحظ أن القيمة العادلة القائمة على أساس خصم التدفقات النقدية لشركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية تشير إلى عائد إجمالي بحدود ٤٤٪، وهو عائد مناسب للمستثمرين على المدى البعيد والمُؤهلين لاستيعاب التقلبات في الربحية على المدى القريب.

جدول ٣: التوصية

الشركة	الرمز الرئيسي	الإلاعنة	سعر المؤشر	القيمة العادلة للسهم على أساس المستهدف	خصم التدفقات النقدية	الارتفاع	الإثنى عشر شهراً القادمة	عائد توزيعات الربح لفترة	المتوقع	الإجمالي العائد	التصنيف
المواساة	٤٠٠٢	٧٩,١٠	٧٩,١٠	٨٥	٧٧,١	٨٥	٢٣,٨	٪١٠,٩	٪٢,٨	٪٢٣,٨	شراء
دله	٤٠٠٤	٦٠,٨٠	٦٠,٨٠	٨٠	٪٣١,٤	٨٠	٪٢,٥	٪٢٣,٩	٪٢,٥	٪٣٢,٩	احتفاظ
رعاية	٤٠٠٥	٤٨,٤٠	٤٨,٤٠	٥٦	٪١٥,٦	٥٦	٪٢,٦	٪١٨,٢	٪٢,٦	٪٢٣,٢	شراء
الحمداني	٤٠٠٧	٢٥,٢٠	٢٥,٢٠	٣٤	٣٢,٨	٣٤	٪٢٢,٨	٪٣٦,٨	٪٣,٠	٪٣٦,٨	شراء
المستشفى السعودي الألماني	٤٠٠٩	٣٣,٥٠	٣٣,٥٠	٤٦	٪٣٨,٤	٤٦	٪٦,١	٪٤٤,٤	٪٦,١	٪٤٤,٤	بيع

المصدر: بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال



إدارة الأبحاث والمشورة

إطار العمل بالتوصيات

شراء

توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٩٩٩٩ ١٢٥ ٨٠٠

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

إدارة الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٤٥٤

الرياض ١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa



إحلاء المسؤولية

تم إعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية مرخصة من قبل هيئة السوق المالية لتقديم خدمات المصرفية الاستثمارية، إدارة الأصول، وساطة الأسهم، الأبحاث و خدمات أمن الحفظ. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو الشركات ذات العلاقة بها علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد موثوقيتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. عليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، كما لا ينبغي أن يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والأراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم إعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة إنتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضًا لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موافقة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم تخصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر أو الاحتياجات المرغوبة لأي شخص متعلق لهذا التقرير. تناصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي و مالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية و ملائمتها لمتطلباتها. تأخذ أي توصية استثمارية متضمنة في هذا التقرير في اعتبارها كلاً من المخاطر والعواقب المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، غير مسؤولة عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما قد ينشأ على أثره. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتقديرات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ إعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء المالي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من الممكن أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار إلى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات إلى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة إنتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية والتزام بمثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال (شركة مساهمة مملوكة للبنك السعودي الفرنسي)

سجل تجاري رقم ١٠١٢٣١٢٧ - رأس المال المدفوع ٥٠٠,٠٠٠,٠٠٠ ر.س. - هيئة السوق المالية ٣٧-١١١٥٣

المركز الرئيسي: ٨٠٩٢ طريق الملك فهد - الرياض ٣٧٣٥ - ١٢٣١٣ - المملكة العربية السعودية

العنوان البريدي: صندوق البريد ٢٣٤٥٤ - الرياض ١١٤٢٦

الهاتف: +٩٦٦ ١١ ٢٨٢ ٦٦٦٦ +٩٦٦ ١١ ٢٨٢ ٦٦٦٧

www.sfc.sa | ٨٠٠ ١٢٤ ٣٢٣٢